

25 Jahre BAI

Mit Diversifikation zur Krisenfestigkeit

Auch im Bereich Private Debt ermöglichen vielfältige Investmentdimensionen ein breites und krisenfestes Portfolio

Börsen-Zeitung, 23.6.2022
Der Assetklasse Private Debt wird nachgesagt, dass sie während der Covid-Pandemie erstmals ihre Krisentauglichkeit bewiesen hat. Dies greift etwas zu weit, denn dieser Pandemie wurde mit nie dagewesenen Staatseingriffen in Europa und Nordamerika begegnet. Die im Frühjahr 2020 noch umfangreich erwarteten Kreditausfälle sind zwar bisher ausgeblieben, aber mutmaßlich nur aufgeschoben. Hinzu kommt: Der russische Angriffskrieg auf die Ukraine dauert an, Disruptionen in den Lieferketten, Preisverwerfungen bei Rohstoffen und eine weiter steigende Inflation haben starke Auswirkungen auf das aktuelle Marktgeschehen.

Durch die Volatilität an den liquiden Märkten findet außerdem eine Verschiebung der Asset Allokation statt. Private Debt kann Schutz in solchen unruhigen Marktlagen bieten, doch ein belastbares, krisenfestes Private-Debt-Portfolio sollte möglichst vielseitig aufgebaut sein: Es kombiniert Manager, die in ihren jeweiligen Nischen spezialisiert sind, diversifiziert über verschiedene Strategien, Regionen, Unternehmensgrößen sowie Eigentümerschaften und ist auf Risikomitigierung ausgerichtet.

Strategiemix im Fokus

Direct Lending ist als „Allwetterstrategie“ in der Lage, über alle Phasen des Marktzyklus stabile Renditen zu erwirtschaften und sollte den Kern eines jeden Private-Debt-Portfolios darstellen. Gegen das Zinsänderungsrisiko (und somit auch implizit gegen inflationäre Entwicklungen) bietet Direct Lending eine natürliche Absicherung, da die Kredite typischerweise variabel verzinst und mit einem Floor ausgestattet sind. Zudem agieren Direct-Lending-Fonds vorwiegend sektoragnostisch und vermeiden zyklische Branchen, was wiederum zur Stabilität beiträgt.

Distressed-Debt- oder Special-Situations-Strategien profitieren hingegen als Folge einer Rezession oder Marktverwerfung von Zahlungsausfällen, Insolvenzen sowie komplexen oder zeitlich akuten Finanzierungssituationen und eignen sich daher gerade im aktuellen Umfeld als Sa-

tellen zur Renditeoptimierung. Je größer die Anzahl der Investmentportunitäten und je attraktiver die Einstiegspreise und -konditionen, desto höher die Erfolgswahrscheinlichkeit für eine überdurchschnittliche Performance.

Durch Kombination der aufgeführten Strategien schafft man zudem eine Art natürlichen Hedge im Portfolio, sollte es beispielsweise infolge eines überproportionalen Zinsanstiegs und gleichzeitiger Eintrübung der Konjunktur bei Unternehmen mit nicht-adäquaten Kapitalstrukturen und Liquiditätsmanagement zu Zahlungsausfällen und Insolvenzen kommen. Letztere können jedoch durch eine adäquate Managerselektion mit Fokus auf Risikoabsicherung im Bereich Direct Lending mitigiert werden.

Eine krisenfeste Investmentstrategie sollte auch verschiedenste Wirtschaftsräume berücksichtigen, um die jeweiligen konjunkturellen und politischen Einflüsse und damit verbundene ökonomische Implikationen auszubalancieren, und somit das Risiko idiosynkratischer Schocks möglichst zu verringern. Zudem kann durch eine geografische Diversifikation eine Selektion von Managern mit gleicher Strategie und gleichem regionalen Fokus vermieden werden. Auch der Umstand, dass die Manager mit dem Kapital des Investors sich innerhalb des Investmentprozesses gegenseitig unterbieten, wird so umgangen.

In einer globalen Allokation dürfen der weltweit größte und am stärksten institutionalisierte nordamerikanische sowie der weiterhin stark aufstrebende europäische Markt nicht fehlen. Mit entsprechender Erfahrung und Marktzugang kann darüber hinaus über eine selektive Beimischung im noch jungen asiatischen Markt nachgedacht werden, um dortige Marktprämien zu nutzen.

Mit Blick auf die Unternehmensgrößen zeichnet sich insbesondere im sogenannten Upper-Mid-Market (Ebitda 50 Mill. Euro; Ebitda steht für Ergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen auf Sachanlagen und auf immaterielle Vermögensgegenstände) über die vergangenen Jahre ein rasantes Wachstum der Fondsvehikel ab. Dabei besteht die Gefahr,

dass einige Manager den Fokus der ursprünglichen Investmentstrategie verloren haben und nun in deutlich größere Unternehmen mit unterschiedlichem Rendite-Risiko-Profil, aber insbesondere mit weniger Kontrollrechten, investieren.

Der (Lower)-Mid-Market (Ebitda < 50 Mill. Euro) ist deutlich regionaler, intransparenter und heterogener. Hier können in einigen Nischen teilweise deutlich höhere Renditen erzielt werden als im Upper-Mid-Market. Dies muss nicht zwangsläufig mit einem höheren Risiko einhergehen, sondern kann ebenfalls auf einem regionalen kompetitiven Vorteil und dem Angebot-Nachfrage-Ungleichgewicht (deutlich größere Anzahl an mittelständischen Unternehmen bei geringer Anzahl an Finanzierungsgebern) beruhen. Insbesondere Manager mit einer engen regionalen Verankerung sind oftmals in der Lage, Transaktionen frühzeitig zu sichten und abzuschließen. Die beschriebenen Eigenschaften sind umso stärker ausgeprägt, je kleiner die Unternehmen sind.

Im Kontext der Eigentümerschaft lässt sich durch die bessere Verhandlungsposition innerhalb von Non-Sponsored-Transaktionen eine höhere Rendite erzielen. Auf der anderen Seite kann eine PE-Sponsored-Transaktion (PE steht für Private Equity) einen höheren Schutz im Krisenfall bedeuten, sofern der PE-Manager beispielsweise frisches Kapital zur Verfügung stellt.

Die Rendite ist bei Direct Lending natürlich begrenzt, wodurch der Fokus auf Absicherung liegen sollte, um Zahlungsausfälle und in letzter Instanz Kapitalverluste zu vermeiden. Der wohl offensichtlichste Schutz liegt in der Kreditseniorität und der damit einhergehenden Vorrangigkeit im Verwertungsfall. Die vertragliche Seniorität sollte allerdings stets in Verbindung mit der Ziel-Kapitalstruktur des Unternehmens betrachtet werden. Hierzu nutzt man typischerweise Kennzahlen wie den Verschuldungsgrad (Ebitda-Leverage) und den Loan-to-Value (Verhältnis von Fremdkapital zu Unternehmenswert). Die Implementierung des Schutzes beginnt bereits in der Due Diligence und mündet unmittelbar in einer risikoa-

däquaten Kreditausgestaltung und -dokumentation.

Die Verhandlungsmacht kann von den beschriebenen Unternehmensgrößen oder Eigentümerschaften abhängen. Insbesondere im Lower-Mid-Market sind Private-Debt-Manager in der vertraglichen Verankerung von Covenants, Beobachterrechten und hochfrequentierten Berichtspflichten tendenziell bevorzugt.

Einsatz von Leverage

Im Kontext der Risikomitigierung, ist zudem der Leverage auf Fondsebene zu beleuchten, insbesondere, weil dieser im nordamerikanischen Markt standardmäßig verwendet wird. Durch den Einsatz von Leverage kann zwar die Rendite erhöht, doch auch das Risikoprofil grundsätzlich verändert werden, da Erträge auf Fondsebene dem Investor

nur noch nachrangig zufließen. Investitionen in Fonds mit Leverage sollten deshalb nur in Betracht gezogen werden, sofern eine umfangreiche Analyse der nicht gehebelten Zinsbasis durchgeführt und für ausreichend befunden wurde und zugleich das individuell zu definierende Downside-Szenario einen adäquaten Schutz verspricht.

Werden die genannten Vielseitigkeitsaspekte berücksichtigt, trägt dies zur Steigerung der Diversifikation und damit einhergehend auch zur Krisenfestigkeit des Private-Debt-Portfolios bei. Die Voraussetzung ist dabei aber immer, dass der Markt in seinen Breiten und Tiefen analysiert wurde. Gesucht sind Manager mit klarem Fokus, der entsprechenden Erfahrung, Expertise und Track Record. Diese Manager kann man erst dann selektieren, wenn man die entsprechende Datenbasis

und das Marktverständnis erarbeitet hat.

Egal, ob Direktfonds oder Dachfonds – vor jedem guten Investment steht eine tiefgehende Due Diligence. Mittelgroße institutionelle Investoren mit noch geringem Private Markets Exposure können sich beispielsweise der Assetklasse Private Debt aber auch über Single Managed Accounts (SMAs) nähern. Hierbei gilt es ebenfalls darauf zu achten, welche Manager vom SMA zur Selektion vorgeschlagen werden. Insbesondere kleine Investoren sollten sich der Assetklasse mithilfe von Dachfonds nähern, sofern sich die Allokation nicht über das Personal oder Kapital darstellen lässt.

.....
Alexander Stern, Geschäftsführer der Kapital 1852 Beratungs GmbH und David Hansen, Fondsmanager Private Debt bei der Kapital 1852 Beratungs GmbH